

# 公開買付をめぐる法規制の現状と課題〔三〕

## ——アメリカの動向（その2）——

古 山 正 明

序.

### I. わが国の法規制における現状と問題点

#### 一. 公開買付の規制の概要

##### （一）規制創設の経緯と趣旨

##### （二）証券取引法の基本構造

##### 1. 公開買付者・対象会社間

##### 2. 公開買付者・対象会社株主間および対象会社株主相互間

##### 3. 競合公開買付者相互間

##### 4. 有価証券市場の秩序維持その他

##### （三）公開買付の対応をめぐる規制

#### 二. わが国の規制に内在する問題点

#### 三. 小括

（以上、68巻1号）

### II. アメリカの動向

#### 一. 法規制における展開

##### （一）ウィリアムズ法制定の経緯と趣旨

##### （二）ウィリアムズ法を中心とする規制の展開

##### 1. 公開買付に関するSEC諮問委員会の最終報告

##### 2. 事前届出制をめぐる展開

##### 3. 実体的規制をめぐる展開

##### （1）規制の弾力性確保

##### （2）按分比例原則と空提供規制

（以上、68巻2号）

#### 二. 学説の展開

##### （一）基本的視点

##### （二）公開買付の経済的機能と法規制の在り方

##### 1. 公開買付の経済的機能と公開買付プレミアム

##### 2. 対象会社経営者の役割

##### 3. 公開買付の発生頻度と株主の利益極大化

（以上、本号）

## 二. 学説の展開

### (一) 基本的視点

一. では、法規制における展開を、ウィリアムズ法制定の経緯と趣旨を明らかにした後、SEC が規則制定権を通じて対象会社株主保護の観点から規制をより実効性のあるものへと拡充していった歴史を概観した。そこでは、立法の中立性というウィリアムズ法の制定趣旨を大前提として、公開買付を取り巻く企業買収活動に関する情報が少なくとも対象会社株主以外の者に偏在する状況の下で、情報開示を中心とする手続的規制や取引の公正性確保を中心とする実体的規制の拡充を通じて、情報収集活動に伴うコストや買収活動が失敗に終わるリスクをも含めた取引コストを、買収活動より生じる利益に比例する形で、利害関係者間に効率的かつ公正に配分する努力が試みられてきたといえよう。

このような法規制の展開と並行する形で、学説においては公開買付の資源配分機能に着目し、公開買付の経済的機能と法規制の在り方をめぐる論争が展開されていった。

公開買付をめぐる現象を法的に説明しようとしてきた者は、通常、その最も顕著な事実から始めてきた。すなわち、公開買付を行おうとする者は、なぜ市場価格を相当上回るようなプレミアムを自ら支払おうとするのか、また、その公開買付プレミアムは何に由来するのか、である。この根本的な問題からして、既に、公開買付を富を生み出す一つのメカニズムとして捉える考え方と、公開買付は既存の富を移転させるにすぎないと見る考え方とに別れるのである。

このうち、前者は、公開買付が相対的に高い株価という形で富を生み出し、公開買付者と対象会社株主がその利得を共有することを想定するものである。これにはさらに、①経営者のパフォーマンスを監視する機能を持つものとして公開買付を捉え、非効率的な経営者もしくは自己取引を行ってきた経営者の下で最適に利用されていなかった対象会社の資産を、よりすぐれた経営者の下に委ねることによって、公開買付は収益極大化に貢献するもので

ある、と考える見解<sup>(1)</sup>と、②結合された企業の価値は独立した企業としてのそれぞれの部分の合計よりも大きいことを想定する、いわゆるシナジー（synergy）による利得を推進するものとして、公開買付を捉える見解<sup>(2)</sup>とに別れる。

一方、後者は、公開買付が富を創造する機能を有することに懐疑的であり、異なるグループの株主の間で富を移転させる一つのメカニズムにすぎない、と考えるものである。これにはさらに、③近時、二段階買収が盛んに行われていることに着目し、対象会社株主は第二段階の買収においてさらに低い価格で締め出される（freezeout ないし cash out と呼ばれている）のを恐れ、準強制的に持株を預託させられるのであり、公開買付は、対象会社の資産に比べて相対的に低い価格で対象会社株主から株式を買い付けることに他ならず、対象会社株主の富を公開買付者ないしその株主に移転させる機能を営むものである、と捉える見解<sup>(3)</sup>と、④公開買付において支払われる高額のプレミアムは、対象会社の資産に関する潜在能力を示すものというよりもむしろ、公開買付者が経営者としての自己の能力について過度に楽天的な査定をしていたり、規模極大化の欲求を反映しているものにすぎず、公開買付者の株主の富を対象会社株主に移転するものである、と考える見解<sup>(4)</sup>とに別れる。

さらに、これらの学説の対立を止揚する形で、公開買付には富を創造するものもあれば既存の富を移転するにすぎないものもあることを率直に認めた上で、①から④までの全てを考慮に入れた複合的な視点から、公開買付を総合的に規制する必要がある、という見解も唱えられている。<sup>(5)</sup>

ところで、これらの論争の発端となった公開買付に経営者監視機能を認める見解は、エイジェンシー・コスト（agency cost）という概念を経済学から借用して、公開買付の機能を分析する。この見解は、資本の拠出者であり会社の残余財産分配請求権者である（したがって会社の終局的な所有者といえる）株主と会社経営を職業とする専門家的な経営者との関係を、プリンシパル・エイジェントの関係として捉える。株主のエイジェントである経営者が、インセンティブ・システムやモニタリング・システムが有効に作動しないために、自己取引その他自己の効用を最大化するために会社財産を消費し

たり非効率的に経営することにより会社の市場価値を減少させる行動を取る  
とき、株主が負担するコストを、エイジェンシー・コストと呼んでいる。敵  
対的公開買付がこのような経営者に更迭の脅威を与えるとき、公開買付は経  
営者を監視する機能を営むことによってエイジェンシー・コストを減少させ  
る、<sup>(6)</sup> ということである。

このような見解の背後には、会社の法的構造を、意思決定権限の委譲を内  
包する階層的意思決定関係が複雑に組み合わさった契約関係の集合体もしくは  
「契約関係の連鎖 (nexus of contracts)」として捉える価値観が存在する  
が、これは株主と経営者との関係を信託法的に捉える英米での伝統的な会社  
法理論からすれば極めて特異な企業観であるばかりか、このような契約法的  
アプローチを唱える見解が「契約自由の原則」を済し崩しに会社法や証券規  
制に導入してその強行法規性を否定するに及んで、まさに会社の法的構造と  
規制の在り方そのものを問う大論争へと発展しているのである。<sup>(7)</sup>

公開買付の経済的機能と法規制の在り方をめぐる論争が会社の法的構造を  
めぐる論争へと発展したのは、公開買付が、対象会社からすれば、その後に  
予想される吸収合併というまさに会社の存続に関わる問題である一方、対象  
会社株主からすれば、持株を処分することによる会社組織からの離脱の問題  
であり、また対象会社経営者からすれば、その後に予想される経営陣の刷新  
という自己の地位に関わる問題であり、さらに有価証券市場からすれば、市  
場外取引を通じての投資家の流通市場からの離脱の問題であるという、まさ  
に限界的な活動であるため、会社法制度や証券規制に内在する諸問題を浮彫  
にするからであろう。

以上のような学説の展開状況の中で、本稿ではまず、公開買付の経済的機  
能と法規制の在り方について、1. 公開買付の経済的機能と公開買付プレミ  
ウム、2. 対象会社経営者の役割、3. 公開買付の発生頻度と株主の利益極  
大化、の観点から順次検討し、会社の法的構造をめぐる論争については、次  
稿で詳述する。

(1) Easterbrook & Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to*

- a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1182 (1981) [hereinafter cited as Easterbrook & Fischel I] ; Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819, 841-848 (1981) [hereinafter cited as Gilson I] ; Comment, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028, 1033 (1982) [hereinafter cited as Bebchuk I].
- (2) Gilson I, *Supra* note 1, at 872-874. See also Bebchuk I, *supra* note 1, at 1033-1034.
- (3) Lipton, *Takeover bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101, 113-114 (1979) [hereinafter cited as Lipton I] ; Carney, *Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties*, 1983 A. B. F. RESEARCH J. 341, 349-353 ; Lowenstein, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 COLUM. L. REV. 249, 307-309 (1983).
- (4) Note, *The Conflict Between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach*, 88 YALE L. J. 1238, 1246-1247 (1979).
- (5) Coffee, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 COLUM. L. REV. 1145, 1151-1152, 1161 (1984).
- (6) Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1168-1174. See also Jensen & Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

ちなみに、わが国では経済学者の青木教授が、Eisenberg の説明を引用しながら、「法的にいうならば、最高執行役員は株主でなく、取締役のエージェントであり、かつ取締役会それ自身は独立の制度である」と述べて、株主と取締役との関係をプリシパル・エイジェントの関係として把握することには無理があることを指摘されているが、一方においては株主総会が意思決定できる事項を法令または定款に定める事項に限定しながら（230条ノ10）、他方において株主総会は特別決議を以て、たとえ正当な理由が存在しなくても何時でも取締役を解任することができる（257条1項・2項）としている現行商法の規定をどのように考えておられるかは、興味深いものがある。青木昌彦『現代の企業』71頁（岩波書店、1984年）。

青木教授は、公開買付の経営者監視機能については、株式の相互保有が相当程度浸透しているわが国の会社に対して外部投資家が公開買付によるテーク・オーバーを実現することは殆ど不可能であると述べ、株主の監視機構であるテーク・オーバーの潜在的可能性を想定するエイジェンシー理論に基づくモデルを日本の企業に適用するのは適当でないとされる。青木昌彦「契約論的アプローチと日本企業」今井賢一・小宮隆太郎 編『日本の企業』36-37頁（東京大学出版会、1989年）。

なお、本稿においてプリンシパル・エイジェントの関係を敢えて代理関係と翻訳しなかったのは、経済学の用語例としては、わが国の民法99条以下に規定されている固有の代理関係の他、階層的意思決定システムにおける意思決定権限の委譲を広く意味しているようであり、また、必ずしもエイジェントがプリンシパルのために行動することを要件とされておらず、しかも、エイジェントによってプリンシパルに提供されるサービスは、エイジェントの側に裁量の余地を大きく残した、その意味ではプリンシパルにとっては不確実性の大きなサービスとされているようであるからである。伊丹敬之「エイジェンシーの経済理論」今井賢一・伊丹敬之・小池和男『内部組織の経済学』63頁以下（東洋経済新報社、1982年）。

- (7) Easterbrook & Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1416 (1989) ; Fischel, *The Corporate Governance Movement*, 35 VAND. L. REV. 1259 (1982) ; Kornhauser, *The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel*, 89 COLUM. L. REV. 1449 (1989) ; Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1395 (1989) ; Bratton, *The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History*, 41 STAN. L. REV. 1471 (1989) ; Bratton, *The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal*, 74 CORN. L. REV. 407 (1989) ; Macey, *Public Choice: The Theory of the Firm and the Theory of Market Exchange*, 74 CORN. L. REV. 43 (1988) ; Brudney, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, 85 COLUM. L. REV. 1403 (1985) ; Coffee, *Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 MICH. L. REV. 1 (1986) ; Also see Hart, *An Economist's Perspective on the Theory of the Firm*, 89 COLUM. L. REV. 1757 (1989).

なお、わが国では田中誠二博士が、会社法について契約法的アプローチを採るシカゴ学派の理論を、①自由放任の批判、②経済的効率性の偏重の批判、③会社および株主の本質についての考察の批判、④市場偏重の批判、⑤法へのアプローチとしての *ex ante*

方法重視の批判、の5つの観点から、詳細な検討をしておられるが、「契約関係の連鎖」という企業観に対しては、株主が企業の終局的所有者であるとするよりも資本の拠出者であると見られるような契約の核として会社を取り扱う結果、会社と株主との関係を純契約的に考え、契約自由の原則の全面的適用を正当化することとなり、株主、特に小株主の保護について不十分なことを容認することになる、と厳しく批判される。田中誠二『会社法学の第二の新傾向とその批判——会社法学についてのシカゴ学派とその批判——』49頁以下（千倉書房、1990年）。

## （二）公開買付の経済的機能と法規制の在り方

### 1. 公開買付の経済的機能と公開買付プレミアム

公開買付の経済的機能をめぐって「法と経済学」の視点から盛んに議論されるようになったのは、いわゆる効率的市場仮説を前提として会社支配をめぐる公開買付の規制の在り方を検討してきた Easterbrook および Fischel の業績に負うところが大きい。<sup>(8)</sup> Easterbrook および Fischel は、「公開買付は、生産財をより高く評価される利用に、また、より良い経営者の掌中に移行させることによって、社会の利益を増大させる」という前提に立ち、公開買付は経営者のパフォーマンスを監視し、非効率的な経営を行う経営者を制裁もしくは更迭する機能を営むものである、と主張する。<sup>(9)</sup> したがって、この説によれば、公開買付プレミアムは、このような監視機能の結果として生じるエイジェンシー・コストの減少に由来することになる。<sup>(11)</sup> こうして、対象会社株主は市場価格を超えるプレミアムを受け取る一方で、公開買付者は経営改善による会社の新たな価値と旧株主への支払いとの差益を得、また、公開買付に応じなかった株主は経営改善の下での株価の評価の一部を受け取ることになり、公開買付のプロセスに関与する全ての当事者が利益を得ることになる。<sup>(12)</sup>

この、資源の効率的な配分と経営者の監視機構という観点から公開買付を捉える考え方は、次第に多くの賛同者を得ることとなり、一（二）2. で述べた *MITE* 事件においては、連邦最高裁判所の多数意見によって支持されるに至っている。<sup>(13)</sup> ただ、その細目において異論がないわけではない。

Gilson は、公開買付が経営者を監視することによってエイジェンシー・コストを減少させる点には同意するものの、その監視の対象となるのは、経営者の非効率性ではなく、経営者が会社の収益の一部を着服する行為、すなわち自己取引である、と主張する。Gilson は、経営者の非効率性については、①会社が生産する製品に関する製品市場、②経営者の能力に関する経営サービス市場、③会社の発行する株式の価格をめぐる資本市場、によって監視することができるが、自己取引に対しては、これらの低コストの市場メカニズムは有効に機能し得ず、会社支配市場における経営者の更迭という潜在的な抑制によってこれを行う他ないとし、<sup>(14)</sup> 経営者更迭機構として最も有効に機能し得るのが公開買付である、と主張する。<sup>(15)</sup> そして、公開買付後の対象会社の株価は、非効率的な経営者の更迭による利得をある程度反映するとはいえ、対象会社株主に支払われるプレミアムを相当下回っている一方、公開買付者の発行する株式は、公開買付終了後に価格が上昇することによって利得を得ているとし、公開買付の主たる動機づけが、シナジーより生じる利得にあるもの<sup>(16)</sup>と考える。

また、Bebchuk は、エイジェンシー・コストは経営者が自己の利益を追及するという故意の選択による結果であるがために、単なる公開買付の威嚇でも現経営者をして収益極大化という目標により専念させる誘因となり得るものであり、したがって、直接公開買付の対象とされていない企業においてすら、公開買付のメカニズムは間接的にエイジェンシー・コストを減少させるのに対して、公開買付者の優越した経営能力に由来する利得は、対象会社が現実には買収されなければ実現され得ないものであるとし、エイジェンシー・コストの減少より生じる利得と、公開買付による買収後の新経営陣の優越した才能より生じる利得との峻別を強調する。<sup>(17)</sup> その上で、公開買付を行う支配的な動機は、シナジーにより生じる利得と経営改善により生じる利得である、と主張する。<sup>(18)</sup>

以上の見解は全て公開買付の富創造機能を肯定するものであるが、これらの見解と真っ向から対立するのが、Lipton の見解である。Lipton は、防衛戦術を行った対象会社株主の責任を追及する動きの多くは短期的収益極大化



を図るアービトラジャーやプロの投資家によってもたらされているという認識の下に、敵対的公開買付を「対象会社の活力や継続的存在にではなく、専ら対象証券を売り付けることによって得る即座の利益にのみ関心を寄せる投資家に利益をもたす」ものとして捉える。<sup>(19)</sup>そして、「いかなる公開買付をも受け容れることを要請することは、会社を売却もしくは清算する定期的な判断を命じるのに等しい」もので、対象会社の経営者が長期的な見通しを立てられないようにし、また、会社が事業活動を行う方法に重大な影響を与えるものである、と主張する。<sup>(20)</sup>さらに、会社の規模が大きくなるに連れて公開買付の対象とされる可能性が減少することは、中小企業を犠牲にして、そしておそらくはより競争的かつ進歩的な市場構造をも犠牲にして、規模拡大や合併への誘因を経営者に与えることを意味する、と主張する。<sup>(21)</sup>また、公開買付プレミアムについては、株式市場が一般に会社の持分的価値を過小評価しているとの前提に立った上で、比較の対象となるのは、株式の市場価格と公開買付の価格ではなく、株式本来の価値と買付価格である、と主張し、公開買付プレミアムが新たな富創造の産物ではないことを示唆する。<sup>(22)</sup>

この公開買付プレミアムをめぐる対象会社の株式評価に関して、Liptonの主張をさらに推し進めるのが、Lowensteinである。Lowensteinは、①比較劣位にある経営者を抱える会社に公開買付が選択的に焦点を合わせることは起こりそうにもないほど、株式市場は非効率的事であること、および、②株式市場において機関投資家は短期的な取引収益を上げることに没頭していること、を前提とした上で、公開買付者は割引かれた将来の収益に基づいて対象会社を評価し、しかもその方法は相対的に高い評価であるために生じる、会社支配市場と投資収益市場との間の価格格差を、公開買付者が搾取しようとする試みが、公開買付（殊に敵対的公開買付）に他ならない、と主張する。<sup>(23)</sup>

これに対して、効率的市場仮説の立場からは、株式の価格は、いかなる時点でも、経営者の能力や冒険的事業に対する経営者の態度についての知識をも含めて、会社に関して公表されたあらゆる情報を反映するものとして捉えられる。<sup>(24)</sup>したがって、株式市場において市場価格とその本来の価値とが分離

することはほとんどありえず、仮に存在したとしても、ソフィスティケートされた投資家による裁定取引のプロセスにおいて解消されるのであり、例えば、公開買付者が特別な情報に基づいて対象会社を買収しようとする場合、対象会社経営者は当該情報を公衆に開示すれば、株価は新たな情報を反映するように調整され、公開買付者は新価格よりも高い買付価格を申し出なければ公開買付に成功しないことになる、と主張する。<sup>(25)</sup>

以上のように学説が対立する状況の中で、複合的視点から公開買付の規制の在り方を探ろうとする Coffee は、「市場の効率性は、敵対的公開買付が企業責任に関する一つの効果的な手段として機能するための必要条件でも十分条件でもない」ことを前提とした上で、次のように主張する。

まず、公開買付プレミアムと株式市場における過小評価の問題については、①短期的収益を市場が吸収するために一定の株式が割り引かれて取引されることを想定する場合、少なくとも、株主が公開買付を受け容れた場合と同程度に利益を受けることを認める時間的枠組の範囲内で、これらの株式がその「本来の価値」にまで間もなく上昇するであろうと考える理由は、依然としてほとんどない、②過小評価された株式は、容易に過小評価された株式に止り得るものであるため、過小評価がより組織的であればあるほど、敵対的公開買付者は、対象会社の株主にとって、そけだけ一層、搾取者というよりもむしろ救世主であるかのように見えることになる、③たとえ市場が多く株式を相当に過小評価しているのだとしても、非効率的に経営されている企業を買収すれば株式市場の過小評価より生じる利得と経営改善より生じる利得との二重の利得を得られる以上、合理的な公開買付者であれば非効率的に経営されている企業の方を圧倒的に買収の対象とするであろう、と述べ、株式市場は企業の継続的価値を過小評価していると論じることによって公開買付の監視機能に異議を唱えようとする試みは、過小評価の方に市場が偏向したとしても、なお効率的な企業と非効率的な企業とを均等に割り引くであろうし、それによって非効率性に帰することのできる価格格差を解消しないままであろうことを認識していない、と批判する。<sup>(26)</sup>

一方、公開買付の監視機能ないし制裁機能についても、一定の限界が存す

ることを率直に認める。まず、自己取引に対する抑止的効果については、①典型的な公開買付プレミアムが50%を上回る場合、公開買付が自己取引を制裁できると考えるためには、自己取引の行われた会社の発行する株式を市場が半値以下で割り引くことになるほど、経営者が会社の価値の相当大きな部分を当初に濫用してきたと考えることを要請されるが、たとえ経営者がどんなに金銭尽くもしくは利己的であろうとも、継続的開示の環境の下で活動し、かつ、公的および私的な規制に服する公開会社の場合には、そのような徹底した掠奪行為は、今日ではとても起こりそうにもないと思われること、および、②対象会社の被る損害を覆すことができる場合にのみ、対象会社の株式の割引が公開買付者を魅了するであろうが、自己取引を行う経営者によってもたらされる損失はめったに回復され得ないこと、を衡量すれば、自己取引に関する多くの事例は、近年巷に見られるような高額な公開買付プレミアムを正当化するほどには、会社の株式について相当な額を割り引いていることにはならないであろう、と述べる。<sup>(27)</sup>

また、非効率な経営に対する抑止的効果については、①本当に独立した役員会であれば、これまでによく行われているようなプレミアムレベルでの公開買付を顕在化させるのに十分なほど大きな株式割引を生じるような、経営者による準最適なパフォーマンスに耐え得るものではないことからすれば、敵対的公開買付は精々、役員会が最初の仕掛線として行動しない場合にのみ活動を始めるべき自動安全装置であるにすぎないこと、および、②公開買付者は対象会社を買収するためにプレミアムを支払い、そして買収後にはより分散されていないポートフォリオを保有するかもしれず、通常の投資家よりもかなり高いレベルのリスクを負担する以上、本当に病んだ会社一容易に救済されるようには見えない会社一は、まさにその全面的に拡がる非効率性のために、公開買付の対象となるのを免れること、によって限界づけられる、と述べる。<sup>(28)</sup>

こうして、Coffee は、公開買付の監視機能ないし制裁機能は、一端は公開買付者のリスク回避のレベルによって、もう一端は支配を取得するために必要な最小プレミアムによって、それぞれ限界づけられ、非効率性のレヴ

エルが、①必要なプレミアムを正当化するのに十分なほど極端ではない会社、もしくは②公開買付者のリスク回避のレベルを凌ぐほど極端である会社は、この範囲外にある、と結論を下す。<sup>(29)</sup>

(8) Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1 ; Easterbrook & Fischel, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholder's Welfare*, 36 BUS. LAW. 1733 (1981) [*hereinafter cited as Easterbrook & Fischel II*] ; Easterbrook & Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, 35 STAN. L. REV. 1 (1982) [*hereinafter cited as Easterbrook & Fischel III*] ; Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L. J. 698 (1982) [*hereinafter cited as Easterbrook & Fischel IV*] ; Fischel, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 TEXAS L. REV. 1 (1978).

(9) Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1182.

(10) *Id.* at 1169.

(11) *Id.* at 1173. なお、経済学者の伊丹教授は、エイジェンシー関係におけるモニタリング・システムの作動対象を①エイジェントの意思決定環境の状態、②活動ベクトル（方向および大きさ）、③エイジェントのスキル・能力、に類型化した上で、何らかの活動やシステムの副産物としてモニタリング効果が得られるとき（つまり、極めて安価な追加的モニタリング費用でモニタリングが可能になるとき）、そのモニタリングを行えるものやシステムは、情報的な意味で他の人間やシステムよりも優位に立つことになる、とされる。伊丹・前掲註(6) 76-78頁。

(12) Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1173-1174.

(13) 多数意見は Easterbrook および Fischel の見解を引用し、次のように述べている。「イリノイ州の州務長官に全米規模の公開買付を阻止することを認める影響は甚大である。株主は持株をプレミアム付きで売り付ける機会を奪われる。経済資源をその最も高く評価される利用に再配分すること、すなわち効率性と競争力を改善するプロセス、が妨げられる。株価が高く保たれるような立派な業績を上げさせるために公開買付のメカニズムが現経営者に提供する誘因が、減殺される。」*Edgar v. MITE Corp.*, 457 U. S. 624, 643 (1982).

- ⑭ Gilson I, *supra* note 1, at 836–840.
- ⑮ *Id.* at 841–845.
- ⑯ *Id.* at 873–874.
- ⑰ Bebchuk I, *supra* note 1, at 1031 n. 19.
- ⑱ *Id.* at 1030–1034. これに対して Easterbrook および Fischel は、公開買付の動機の一つとしてシナジーによる利得を認めながらも、シナジーによる利得は友好的な合併においても達成されるものである以上、敵対的公開買付においてもなお公開買付者が高額のプレミアムを支払おうとするのかを説明する必要がある、と述べる。Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1169.
- ⑲ Lipton I, *supra* note 3, at 104, 114–116. *Also see* Lowenstein, *supra* note 3, at 297–304.
- ⑳ Lipton I, *supra* note 3, at 109–110.
- ㉑ Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook & Fischel*, 55 N. Y. UNIV. L. REV. 1231, 1232–1233 (1980) [*hereinafter cited as* Lipton II].
- ㉒ Lipton I, *supra* note 3, at 107–108. *Also see* Lipton II, *supra* note 21, at 1234.
- なお、公開買付の富創造機能を認める Bebchuk も、最近の石油産業において相次ぐ大型買収が行われているのは、石油企業の株式の評価がその保有する石油埋蔵量を十分に反映していないからであるという認識に立った上で、公開買付のプロセスは、対象会社の真の価値を増大させるものではなく、最終的には生じるであろう対象会社の評価の訂正ないし調整を加速させるにすぎない、と述べる（Bebchuk I, *supra* note 1, at 1032–1033）が、市場の効率性を前提としているように思われる立論との論理的整合性が問題となろう。
- ㉓ Lowenstein, *supra* note 3, at 268–304.
- ㉔ Gilson I, *supra* note 1, at 823. *Also see* Gilson & Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549 (1984).
- ㉕ Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1165–1168. さらに、Lipton の反論を受けて、Easterbrook および Fischel は、次のように補足する。「市場における株価はその真の価値を下回るという概念は怪しいものである。価格と価値との間に大きな格差があ

るならば、投資家は、価値を下回る株式を買い付けるとともに、価値を上回る株式を売り付けることによって、相当な利得を得るはずである。この裁定取引のプロセスは、掘出物を発見するのがほとんど困難になるまで続けられよう。ある地点で、掘出物を発見するコストは、そのプロセスにおいて実現されるはずの取引による利得を超えるであろう。一度、掘出物を得るための取引が生じたならば、株価は当該会社およびその見通しについて入手できるあらゆる情報を具体化するであろう。幾つかの情報が明るみにされた場合にのみ、価格が変動し、プロセスが新たに始まるのである。これらの新情報は予想され得ないために、いかなる時点の株価も、当該株式が将来どの程度の価値を有するかを最もよく評価するものである。」Easterbrook & Fischel II, *supra* note 8, at 1734-1735.

26) Coffee, *supra* note 5, at 1170-1172.

27) *Id.* at 1200-1201.

28) *Id.* at 1202-1204. なお、②の「取得後にはより分散されていないポートフォリオを保有する」とは、公開買付者の株式投資が対象会社に集中することを指すものと思われる。

29) *Id.* at 1204.

## 2. 対象会社経営者の役割

公開買付が経営者のパフォーマンスを監視することによってエイジェンシー・コストを減少させる機能を営んでいることを認める見解は、その経済的効果を極大化するため、対象会社経営者が公開買付を阻止するような防衛戦術を行うことによって株主が公開買付に応じる機会を奪う行為は禁止されるべきである、と一様に主張する。ただし、競合する公開買付を行うよう第三者に勧誘する行為（以下、競合公開買付が行われる状態をオークションという）については、オークションは他の防衛戦術と異なり、①対象会社の買収自体を阻止するものではないこと、および②経営者がそのプロセスから得た利益の一部を着服する行為を助長する必要もないこと、から意見が別れる。すなわち、オークションが公開買付プレミアムを増大させる効果に着目して、むしろ経営者が積極的にオークションを行うことを奨励しようとする見解と<sup>(31)</sup>、反対に、オークションが公開買付に要するコストを増大させること

によって公開買付の発生頻度を減少させる点に注目し、オークションの勧誘行為も一律に禁止されるべきであるとする見解<sup>(32)</sup>とが鋭く対立しているのである。このオークションをめぐる、公開買付の発生頻度と公開買付プレミアムに関する問題については、3. で改めて取り上げることとし、ここでは、より一般的に、公開買付に直面した対象会社経営者の権限を検討する。

まず、Easterbrook および Fischel は、対象会社経営者が防衛戦術を行う際に会社との間で利益相反を生じるおそれがある点に着目し、このような場合には当該行為の合法性を判定する基準は注意義務ではなく忠実義務に求められるべきであるとして、経営判断の法則を適用することに反対する<sup>(33)</sup>。そして、経営判断の法則に代わる判定基準として、受動性原則を用いることを提唱する。この受動性原則とは、公開買付に直面した経営者は、会社の日常の業務活動に属する行為、および公開買付に関する意見等を表明する行為は許されるが、その他の防衛戦術については、対象会社の資産を浪費するもので株主には利益をもたらさない以上、全て禁止されるべきである、とするものである。ただし、日常の業務活動と防衛戦術とを区別するのが困難な事態も予想されるので、当該行為の行われた時期を基準として、公開買付が予想される以前に実施された計画については、公開買付に抵抗するために行われたものではないと推定される一方、経営者が公開買付の動向を察知した後に行った行為については、公開買付を阻止するために行われたものと推定され、対象会社経営者は、公開買付を阻止するためというよりもむしろ対象会社の利益のために行動したものであることを実質的に証明しない限りその責任を免れることはできないものと解するべきである、と主張する<sup>(34)</sup>。

このような見解に立った場合、公開買付の買付価格を上昇させるような行為もなお受動性原則によって禁止されるべきなのかが問題となるが、この点について Easterbrook および Fischel は、対象会社株主がより利得を得る場合であっても、その利得は公開買付者の支払いと、したがって公開買付を行う会社の株主の損失と相殺されるので、対象会社と公開買付を行う会社の株主全体としての利得は生ぜず、また、抵抗に伴う付加コストも馬鹿にはならない、として、受動性原則が維持されるべきことを主張する<sup>(35)</sup>。こうして、

彼等の主張するところによれば、経営者は、自社の株主に対する利益を極大化することを求めるべきなのではなく、むしろ株主の富全般を極大化するように行動すべきことになる。<sup>(36)</sup>

一方、Gilson および Bebchuk は、価格競争原理を通じて対象会社の資産をその最も効率的に利用する者に配分する手段として、対象会社経営者にオークションを行う権限を認めようとする。<sup>(37)</sup> このうち、Gilson は、対象会社経営者が株主の交渉代理人たる資格を以て最初の公開買付の取引条件を改善する手段として競合公開買付を勧誘するのであれば、株主は一致団結して公開買付者と交渉することができたならば生じるであろうコスト(以下、コーディネーション・コスト (coordination cost) という)を負担することもなければ、いずれの公開買付を選択するか決定権は依然として株主に委ねられているため、株主の自主決定権と両立するものである、と主張する。<sup>(38)</sup>

また、Bebchuk は、会社資産に関する配分効率性の観点の他、①交渉による企業買収の場合に、買収会社が交渉決裂の際には敵対的公開買付に訴えることを背景としてこれに望むこととの関係上、対象会社経営者にはオークションを行う権限を認める必要があること、および、②対象会社株主がコーディネーション・コストを負担できないために生じるその後の二段階買収における締め出しを恐れ、相対的に低い公開買付プレミアムに甘んじることであろうが、競合公開買付の脅威は最初の公開買付者が申し出るプレミアムを増大させる要因となること、を理由として挙げる。<sup>(39)</sup> そして、オークションをめぐる具体的な勧誘行為としては、株式の発行やロックアップ・オプション等によるのではなく、対象会社に関する情報を提供することによるべきであり、これは、公開買付者が買収を決定する際の基礎となる情報を改善することによって、何等利得を生じない、むしろ損失さえも生むような買収の可能性を減少させることにもなる、と主張する。<sup>(40)</sup> こうして、経営者は、より高額な公開買付を達成することが容易にできるように思われる場合には、その忠実義務の一部としてこれを求めることを要求されるべきことになる。<sup>(41)</sup>

ところで、Bebchuk の主張する②の点については、殊に二段階買収の状



況において深刻な事態を生じていることから、公開買付が単に対象会社株主の富を公開買付者に移転させる機能を営んでいるにすぎないことを主張する、Lipton および Lowenstein ならびに Carney 等の有力な理論的根拠となっている点に注意すべきである。<sup>(42)</sup>例えば、Carney は、二段階買収では、まず、対象会社の株式の51%に対する部分的公開買付において比較的高いプレミアムが支払われるが、その後の吸収合併においてはそれより低い価格で買い付けられることになり、その結果、受け取られる平均価格は二つの価格の中間点と同程度に低いものとなる、と述べる。<sup>(43)</sup>また、Lowenstein は、オークションは持株についてその本来の価値に近づいた価格を受け取る機会を株主に与えるものであり、オークションの可能性がない場合には、株主はゲームの理論にいう「囚人のディレンマ」に類似する状況に置かれることとなって、何も得ないよりは多少なりともプレミアムを得た方が、それも早く得た方がましだということで、事実上預託を強制されることになる、と述べる。<sup>(44)</sup>そして、Lipton も、株主は、公開買付者の経営能力への疑問や持株が市場での流動性を失うことの回避、あるいは第二段階の吸収合併で冷遇されることへの恐れ等から持株を預託するのであって、公開買付がしばしば成功するのは対象会社株主の歓迎を受けているからではない、と主張する。<sup>(45)</sup>

さらに、Lipton は、防衛戦術を一般的に正当化し、取締役が善意かつ合理的な根拠に基づいて行動する限り、公開買付を受け容れもしくは拒絶する決定は後知恵によって判断されるべきではなく、経営判断の法則が適用されるべきである、と主張する。<sup>(46)</sup>

ちなみに、複合的視点から公開買付をめぐる規制の在り方を探ろうとする Coffee は、まず、Easterbrook および Fichel の受動性原則については、同原則の下でも、経営者は、自社の株価が短期間に改善されるであろうと考える場合、レヴァレッジド・バイアウト<sup>(47)</sup> (leveraged buyout、経営者が主体となる場合をマネジメント・バイアウト (management buyout) と呼ぶこともある。以下、前者を LBO、後者を MBO という) を用いて株式を買い取り非公開化することによって、潜在する支配獲得競争に先行できる、とした上で、これは経営者の利益と株主の利益とを対置させることになる、

と述べる。<sup>(48)</sup> また、二段階買収の問題については、第一段階の公開買付に応じなかった株主をも含め全ての株主に同一のプレミアムを支払うことを要請する条項を会社の定款に挿入する防衛戦術（シャーク・リペレント（shark repellent）と呼ばれている）が盛んに行われている現状では、ある程度緩和されていることを指摘する。<sup>(49)</sup>

この Coffee の指摘のうち、まず第一の点については、彼自身が分析するように、MBO は、オークションが生じる蓋然性を高めることにより公開買付の買付価格を上昇させる誘因となる一方で、内部情報に接近できる経営者とそれができない株主との間に交渉能力に関する不均衡を生じさせるとともに、高度のレヴェレッジによって非持分証券保有者やその他債権者層に多大な影響を及ぼすことになり、その規制を検討するに際しては、いずれも微妙な政策判断を要求される問題に直面することになる。<sup>(50)</sup>

これに対し、第二の点に関しては、シャーク・リペレントにも様々な形態が考案されているが、少なくとも Coffee が例示したような「公正価格条項」と呼ばれている形態については、①株主が支配プレミアムを失うのを防止するものである点、および②あらゆる公開買付の申出を阻止するものではない点、を考慮すると、機関投資家からは積極的にあるいは少なくとも中立的に評価されようことが、既に指摘されている。<sup>(51)</sup> また、このように会社自治の問題として処理するに止らず、近時のいわゆる「第二世代」企業買収規制において、各州が法制化する動きもみられることにも注目すべきであろう。<sup>(52)</sup>

30) Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1194-1204; Gilson I, *supra* note 1, at 64; Bebchuk I, *supra* note 1, at 1029; Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, 35 STAN. L. REV. 23, 47 (1982) [hereinafter cited as Bebchuk II]. なお、Lynch および Steinberg は、公開買付の監視機能を認めるものではないが、防衛戦術の合法性を判断する基準をウィリアムズ法の趣旨に求め、対象会社経営者が株主の公開買付に関する最終的な決定権を阻止もしくは著しく阻害するような行動を採ることによってこの決定権を事実上奪うことは許されない、と主張する。Lynch & Steinberg, *The Legitimacy of Defensive Tactics in Tender*

*Offers*, 64 CORN. L. REV. 901, 938 (1979).

- ③1) Gilson I, *supra* note 1, at 868–870; Bebchuk I, *supra* note 1, at 1029–1030.
- ③2) Easterbrook & Fischel II, *supra* note 8, at 1737–1738.
- ③3) Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1195–1199.
- ③4) *Id.* at 1201–1204.
- ③5) *Id.* at 1175.
- ③6) Easterbrook & Fischel IV, *supra* note 8, at 698, 708–715. *Also see* Easterbrook & Fischel III, *supra* note 8, at 7–9.
- ③7) Gilson I, *supra* note 1, at 872; Bebchuk I, *supra* note 1, at 1041, 1048.
- ③8) Gilson I, *supra* note 1, at 868–870.
- ③9) Bebchuk I, *supra* note 1, at 1039–1045.
- ④0) *Id.* at 1049–1050; Bebchuk II, *supra* note 30, at 47.
- ④1) Bebchuk I, *supra* note 1, at 1054.
- ④2) Lipton I, *supra* note 1, at 113–114; Carney, *supra* note 3, at 349–353; Lowenstein, *supra* note 3, at 307–309. *Also see* Bradley & Rosenzweig, *Defensive Stock Repurchases*, 99 HARV. L. REV. 1377, 1412–1413 (1986); Macey & McChesney, *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*, 95 YALE L. J. 13, 20–22 (1985).
- ④3) Carney, *supra* note 3, at 353. もっとも、公開買付が行われる以前の市場価格を下回る平均価格で対象会社を買収されるような事例はほとんど考えられないので、その意味では対象会社株主は何等「搾取された」ことにはならないであろう。Coffee, *supra* note 5, at 1169; Easterbrook & Fischel IV, *supra* note 8, at 727–728.
- ④4) Lowenstein, *supra* note 3, at 307.
- ④5) Lipton I, *supra* note 3, at 114–115.
- ④6) *Id.* at 121, 124.
- ④7) 被買収会社の資産を担保に資金を調達して買収する方式をいう。これを行うには多額の借入金を必要とするため、倒産のリスクが一気に高まるおそれがあり、現に LBO の有力な資金調達手段としてジャンク・ボンドの発行を手広く手掛けていたドレクセム・バーナム・ランベール社の持株会社が本年 2 月に倒産したのは、記憶に新しい。LBO については、J・テレンス・グリーブ著、三井物産業務部訳『LBO の実務』（日本経済新聞

社, 1988年)を参照。

(48) Coffee, I, *supra* note 5, at 1195–1198.

(49) *Id.* at 1183–1192.

(50) *Id.* at 1195–1198. なお, Coffee は高度なレヴァレッジによる公開買付自体にも関心を寄せ, 負債によって資金を調達した公開買付は, 会社の財務構造における潜在的に危険なレヴァレッジ増大誘因を生じさせるかもしれないという結果とともに, 公開買付者の債権者からその持分証券保有者への富の移転を果たすために利用され得るものであり, したがって, 株主に対する期待利益を増大させるためにリスクを債権者層に移転する一つの手段となる得るものである, と理解する。その上で, 債権者層の中でも例えば銀行のシンジケートは, (財務制限条項や担保制限条項, さらに貸付利率の引上げや増担保請求等の) 当事者間の特約に基づいて自己の債権を保全したり, また経営を有効に監視することができるが, 無担保社債を購入した一般投資家や取引上の一般債権者, さらに下級執行役員(上級執行役員であれば, ストック・オプションその他のインセンティブ・システムにより, レヴァレッジ増大から利益を受ける株主層とより緊密に連携する)や従業員等のいわゆる非残余請求権者(nonresidual claimant)もしくはそれに準じる者は, 自己の利益を保全する有効な手段を保有しないため, これら利害関係者を保護するために最低限必要な規制を導入すべきことを主張する。*Id.* at 1244–1249.

なお, わが国では, 青木教授が, 協調ゲーム論に基礎づけられた企業観を前提として, 日本企業における経営決定は契約のネクサスにおいて金融面と雇用面からの双対的なコントロールの下に置かれている, と述べ, 金融機関株にメイン・バンクが株主と信用供与者という二重の役割において経営状態を緊密にモニターできる点を強調される。青木『日本の企業』前掲註(6) 36頁以下, 青木昌彦『日本の企業の組織と情報』150頁以下(東洋経済新報社, 1989年)参照。

(51) I A. FLEISCHER, JR., TENDER OFFERS: DEFENSES, RESPONSES AND PLANNING 12–13(1983). *See generally, Id.* at 30–35. *Also see* Hochman & Folger, *Deflecting Takeovers: Charter and By-Law Techniques*, 34 BUS. LAW. 537, 553–555 (1979).

(52) 例えば *CTS Corporation v. Dynamics Corporation of America* 事件でウィリアムズ法との規制の抵触が問題となった Indiana 州事業会社法は, Indiana 州で設立された公開株式会社の議決権株式を一定数量以上取得した者は, 当該会社の各クラスの株式を保有する

特別利害関係のない全株主の過半数の株主によって承認された決議によって認められた範囲においてのみ、議決権を取得することを内容とする支配株取得規制を設けている。

Ind. Code § 23-1-42-1 *et seq* (Supp. 1986). この支配株取得規制に関し、連邦最高裁判所の法廷意見は、二段階買収において公開買付を受け容れないという選択肢は、公開買付が成功するとより低い買付価格となる第二段階の買収において持株を売り付けなければならないという事実上の確信である、という SEC の説明を引用しながら、公開買付に直面した個々の株主はしばしば不利益を受けているという仮定の下に、Indiana 州法は、ある種の公開買付にみられる強制的側面から株主を保護するものであり、ウィリアムズ法と抵触することなく投資家保護という連邦の政策を推進するものである、としてその合法性を認めた。107 S. Ct. 1637, 1645-1646 (1987).

ただ、ここで注意しなければならないのは、法廷意見の主張する「投資家保護」の内容であり、Cox は、投資家保護の問題を検討する際に立法によって保護されるべき投資家のタイプを①一つの集団としての株主であり、対象会社の株主で持株を提供しあるいは提供しない者、②公開買付が成功した後の対象会社の少数派株主、③一つの集団としての投資家であり、その投資が現実の対象会社に行われているかどうかに関連することなく想定される一般投資家、の3つに分類した上で、Indiana 州法が保護する投資家とは②に分類される投資家であるが、同法が公開買付に及ぼす事前抑止的効力を考えると、同法の最大の受益者は対象会社株主である、と厳しく批判する。Cox, *The Constitutional "Dynamics" of the Internal Affairs Rule—A Comment on CTS Corporation*, 13 J. CORP. L. 317, 333-335 (1987). なお、これらの問題の詳細については、拙稿「州による「第二世代」企業買収規制に関する一考察—CTS 事件を契機として—」経営と経済68巻3号123頁以下を参照。

### 3. 買付の発生頻度と株主の利益極大化

3. では、公開買付の機能とその規制の在り方をめぐる問題の締め括りとして、株主の利益を極大化するためには公開買付をどのように規制すべきかという問題を検討する。ここでは、特にオークションをめぐる取扱について、公開買付の発生頻度を増大させるのと公開買付プレミアムを増大させるのでは、いずれが株主の利益になるのかが争点となり、公開買付の監視機能を認

める見解の内部で対立を生じている。

まず、経営者の受動性原則を主張する Easterbrook および Fischel は、これまでの説明でも判るように公開買付の発生頻度を増大させることが公開買付の経営者監視機能を極大化することに繋がり、ひいては株主の利益を極大化することになるという立場を取る。したがって、公開買付をよりコストのかかるものにするオークションは、公開買付の発生件数を減少させることによって、監視の総量を減少させ、エイジェンシー・コストの増大をもたらし、株主の利益を減少させることになる、と主張する。<sup>(53)</sup>さらに、オークションの場合には、単に買付価格の上昇に伴うコスト上昇をもたらすばかりではなく、最初の公開買付者を不利な立場に置くことによって最初に公開買付を行おうとする動機を減少させる点に着目して、買取候補となる対象会社の詮索等に関する情報収集活動（以下、サーチという）に伴うサンク・コスト（以下、サーチ・コストという）の負担者と受益者との関係を次のように説明する。<sup>(54)</sup>

最初の公開買付者は買取候補を見つけるための調査費用を負担するが、公開買付に伴い、この情報の多くを他の公開買付者に開示する。こうして、その後の公開買付者は、最初の公開買付者が負担するサーチ・コストを回避するが、もしオークションがその後に生じるならば、最初の公開買付者はこのサーチ・コストを回復できなくなる。情報価値のいかなる部分にせよもはや情報生産者のものではないとき、僅かの情報が非効率的に生産されることになろうが、最初の公開買付者が完全な情報価値を専有できないことは、彼等をして情報をほとんど生産しないようにすることによって、公開買付の発生件数を減少させ、経営者を監視する効果を減少させることになろう。

このように情報の財産権的側面を重視して情報利用により生じる利益を情報生産者にできるだけ帰属させようとする立場からすれば、公開買付その他の領域において大量の情報開示を要求する現行の証券規制は、会社が最適量の知識を生産しもしくは情報に依存する最適量の活動に取り組む可能性を減少させるものとして捉えられ、<sup>(55)</sup>経営者の受動性原則は、公開買付者が自己の生産する情報の完全な価値を掌握することを認めているわけではないが、少なくともその幾許かを得るのを認めるものとして位置づけられる。<sup>(56)</sup>

Easterbrook および Fischel はまた、オークションが対象会社の資産をその最も効率的に利用する者に配分する機能を営むことを主張する見解に対しては、最近の企業の構造転換ブームにおいて事業や組織の一部を他の会社に売却した場合に譲渡会社と購入会社の双方への投資価値を増大させているという認識の下に、会社間の一連の取引は、対象会社の資産がそのもっとも効率的に利用するまで続けられるであろう、と述べ、むしろ経営者がオークションの装いの下に防衛戦術を行う危険性が高いことを指摘する。<sup>(57)</sup>

こうして、Easterbrook および Fischel は、公開買付の発生頻度を極大化するため、公開買付をめぐる規制の最適量はゼロである、と主張し、ウィリアムズ法制定以前の状態に戻ることを最善とする。<sup>(58)</sup>

これに対して、Gilson および Bebchuk は、オークションが、①公開買付プレミアムを増大させる効果を持つこと、および、②価格競争原理を通じて対象会社の資産をその最も効率的に利用する者に配分する手段となること、に着目して、対象会社経営者がオークションを行う権限を積極的に認めようとする。<sup>(59)</sup> Bebchuk はこの外、③サーチへの潜在的余剰投資の回避、④潜在的对象会社への投資の増大、⑤対象会社経営者がサーチに取り組む誘因の増大、⑥価値を減少させる企業買収の発生件数の減少を、その理由として挙げる。<sup>(60)</sup>

オークションを認める場合、最初の公開買付者にいかにして公開買付を行わせる誘因を持たせるのが問題となるが、この点について Gilson および Bebchuk はともに、公開買付を行おうとする者は、公開買付に先立って市場で相当量の株式を買い付けておく（当該クラスの5%以内であれば、証券取引所法13条d項1号によって届出を義務づけられることもない）のが通常であり、これを競合公開買付者にあるいは市場を通じて売却することによって（公開買付の買付価格を反映しているため、取得価格より高いのが通常である）、オークションの発生によりサーチ・コストが回収不能となるリスクをヘッジすることができる、と主張する。<sup>(61)</sup> Gilson はさらに、公開買付に関して情報生産者と実行行為者ないし資本提供者とがそれぞれ特化することによって、ある種の情報生産者は、オークションによってサーチへの投資利益

が増大されることになる、と主張する。すなわち、情報生産者が実行行為者を兼ねない場合、情報生産者は、①相当なプレミアムを付けて公開買付を行いそうな者に情報を提供することによって、あるいは②情報を公開し、オークションを引き起こすことによって、それぞれ情報に関する投資利益率を増大させることができるというのである。<sup>(62)</sup>

また、Bebchuk は、サーチはしばしば投資銀行を通じて行われるが、投資銀行の報酬は通常、対象会社の資産価値の1%未満であり、しかも買収の成功が条件とされていることから、公開買付者が支払うサーチ・コストは極く僅かである、と主張する。<sup>(63)</sup>

一方、配分効率性の問題について、Gilson は、オークションモデルでは一度だけ負担される取引コストが、Easterbrook および Fischel の主張する転売モデルでは繰り返して負担されなければならない、と批判する。<sup>(64)</sup>

この公開買付を規制するに際して規制の持つ事前抑止的効力と対象会社株主のプレミアム確保の要請とをいかに調整すべきかという問題は、実に微妙な政策判断を要求するものである。<sup>(65)</sup>

この点に関し、Coffee は、公開買付の発生頻度の高さと公開買付プレミアムの低さを特徴とする Easterbrook および Fischel のモデルと、公開買付の発生頻度の低さと公開買付プレミアムの高さを特徴とする Gilson および Bebchuk のモデルのいずれが株主の利益を極大化するのは、会社支配に対する需要の価格弾力性いかんである、と述べ、期待公開買付プレミアム（公開買付が生じる蓋然性に生じ得るプレミアムの総額を乗じたもの）の観点から各モデルの下で株主の富を増大させる要因を分析する姿勢を示した上で、この点に関して我々は会社支配に対する需要の弾力性を見積るだけの信頼に足るデータを欠いているが、①機関投資家が、「公正価格条項」を他のシャーク・リペレントと峻別した上でその採用を肯定する行為<sup>(67)</sup>は、低プレミアムと比較的高い頻度の公開買付によって特徴づけられる市場よりも、高プレミアムと比較的低い頻度の公開買付によって特徴づけられる市場の方を好むことを示すもので、これは、会社支配市場はオークションをして自分達の利益に最も奉仕するものとなるほど十分に硬直的である、と彼等が暗黙のうちに考



えていることを示すものと思われる、また、②シャーク・リペレントの採用に関して株価上昇という形で市場が肯定的な判断を下しているのは、会社支配に対する需要は硬直的であると市場が考えていることを示している、と述べる。<sup>(68)</sup>

一方、最初に公開買付を行う者のサーチ・コストと公開買付を発生させる誘因をめぐる問題については、Coffee は、①最近の最大級の公開買付は、最初の公開買付者が後に最終的な勝利者に預託することによって得られる転売利益にはほとんど関心を示してこなかったこと、②殊に第二の公開買付者が部分的もしくは二段階公開買付を行う場合、最初の公開買付者が第二の公開買付者に相当量の株式を預託できる保証は全くないこと、③最初の公開買付者が成功を収めた公開買付者に持株を転売して得た利益を留保できる可能性は、証券取引所法16条b項によって制限されること、<sup>(69)</sup>④公開買付を行う会社が支配競争に敗れ、対象会社が代わりにライバル企業によって買収されたとき、敗れた公開買付会社の株式は著しく下落するという経験的データは、自社の株価を極大化することに関心のある経営者にとって、買収意欲を相当に殺がれること、の4点を衡量すれば、公開買付の発生頻度がオークションによってある程度減少することは不可避のように思われる、とした上で、アービトラジャーがサーチ活動を通じてオークションを安定させる機能を営むことに期待をかける。<sup>(71)</sup>

ところで、わが国では、公開買付が企業買収の最もポピュラーな手段として利用されているアメリカと異なり、むしろ極めて例外的な現象とされており、しかもその原因が主として供給サイドである株主側の事情によるものと推測される<sup>(72)</sup>以上、Coffee の示した分析をそのまま当てはめることはできないであろうが、それでもなお、わが国の法規制の在り方を再検討するに際して、様々な問題を解決するための一つの手掛りとなるはずである。

63) Easterbrook & Fischel III, *supra* note 8, at 2.

64) *Id.* at 2-7. Also see Easterbrook & Fischel I, *supra* note 1, at 1188-1190.

65) このような情報生産活動に対する独特の価値観は、内部者取引規制反対論の中にも現

れている。Carlton & Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN. L. REV. 857, 866 *et seq* (1983). この問題に関し、田中誠二博士は、いわゆるシカゴ学派の唱える内部者取引規制反対論の論拠を概観された上で丹念にその問題点を取り上げ、わが国の立法論においてはむしろ規制強化の方向をめざすべきことを主張される。田中・前掲註(7) 127頁以下。

- 60 Easterbrook & Fischel III, *supra* note 8, at 5 ; Fischel, *supra* note 8, at 13-15 ; Fischel, *The Law and Economics of Dividend Policy*, 67 VA. L. REV. 669, 721-722 (1981).

なお、Fischel は、公開買付を行うコストを増大させるとともに私的に生産された情報の交換価値を減少させることによって、ウィリアムズ法は現金公開買付の効率性を限界づけ、それによって現在の株主を犠牲して、壟断に囲まれた非効率的な経営者に対するチェックを蝕むものである、と批判する。See Fischel, *supra* note 8, at 26.

- 61 Easterbrook & Fischel III, *supra* note 8, at 13-15.

- 62 *Id.* at 17. Also see Fischel, *supra* note 8, at 9-26.

- 63 Gilson I, *supra* note 1, at 868-870, 872 ; Bebchuk I, *supra* note 1, at 1029-1030, 1041, 1048.

- 64 Bebchuk II, *supra* note 30, at 38-45.

- 65 Gilson I, *supra* note 1, at 871-872 ; Bebchuk I, *supra* note 1, at 1035.

- 66 Gilson, *Seeking Competitive Bids versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, 35 STAN. L. REV. 51, 52-53 (1982) [*hereinafter cited as Gilson II*]. なお、Gilson は、情報生産者と実行行為者との特化が生じた場合、実行行為者こそがオークションによって経済性が減少するため、情報生産者はオークションを許容するルールを好む一方、実行行為者は受動性原則を好むことになろうが、実行行為者は常に公開買付の実行への投資の全体価値を掌握しているので、公開買付が最適より減少することはない、と述べる。*Id.* at 54-56.

- 67 Bebchuk I, *supra* note 1, at 1036-1037.

- 68 Gilson II, *supra* note 62, at 62-64. Also see Bebchuk I, *supra* note 1, at 1048.

- 69 規制が公開買付一般に及ぼす事前抑止的効力を重視する Easterbrook および Fischel の見解は、法原則へのアプローチの方法として *ex ante* 方法を重視するシカゴ学派の特徴がよく表れているともいえるが、このようなアプローチはしばしば、公正性の犠牲の

上に効率性が追及される傾向を生じることが、田中誠二博士も指摘されている。田中・前掲註(7) 57頁。なお、拙稿・前掲註52 141頁参照。

66) Coffee, *supra* note 5, at 1178–1180.

67) 註51)を参照。

68) Coffee, *supra* note 5, at 1180–1182.

69) もっとも、例えば、対象会社側の防衛的合併によって公開買付競争に敗れ、対象会社の株式を手放さざるを得なかった公開買付者は、「強制された売り主」であって、同条にいう「売付」には該当しないという連邦最高裁判所の判決もある。*Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*, 411 U. S. 582 (1973). *Also see* L. LOSS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 550–558 (2d ed., 1988).

70) Coffee, *supra* note 5, at 1176–1178.

71) *Id.* at 1280–1294. ただし、ここでは、対象会社経営者による公開買付プロセスの中断やグリーンマイルを防止するため、対象会社による自社株の按分比例によらない買戻しを禁止すべきであり、このような規制は、アービトラジャーを、市場の寄生虫的存在から、非効率的に経営されている会社を捜し当てて確認することを専門とする本当の起業家に転換させることになろう、とも述べる。

72) 田中誠二博士および堀口教授も、「日本の場合個人株主の持ち株比率が低いので、公開買付けに応ずる株主の絶対数が少ない。また、公開買付けの買付価格は、通常、相場よりも高い価格に定められるので、株主は公開買付けに応じやすいと思われるが、日本の場合、金融機関や取引先、グループ内企業の相互保有の割合が高いので、価格の点で有利だからといって直ちに、公開買付けに応ずるとも思われない。ただ、将来の問題としては公開買付けが増えることも十分に考えられよう。」と述べておられる。田中誠二・堀口亘『全訂コンメンタール証券取引法』238頁（勁草書房、1990年）。